

明阳智能 (601615)

2023 年报及 2024 一季报点评: 23Q4 部分海风及电站转让延期, 24 年看好海风出货修复买入 (维持)

2024 年 05 月 01 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	30,748	27,859	51,111	57,601	54,436
同比 (%)	12.98	(9.39)	83.46	12.70	(5.50)
归母净利润 (百万元)	3,444.71	372.45	2,443.80	3,034.44	3,328.46
同比 (%)	9.09	(89.19)	556.14	24.17	9.69
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.52	0.16	1.08	1.34	1.47
P/E (现价&最新摊薄)	6.47	59.84	9.12	7.34	6.70

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报, 公司 2023 年营收 278.6 亿元, 同降 9.4%; 归母净利润 3.72 亿元, 同降 89.2%; 其中 23Q4 营收 69.0 亿元, 同环降 24%/34%; 归母净利-8.6 亿元, 同环比-611%/-249%; 24Q1 营收 50.8 亿, 同环比+85%/-26%, 归母净利润 3.04 亿, 同环比转正, 毛利率 20.6%, 同环增 7.3/23.4pct。
- **24 年风机预计出货 15GW, 同增 35%+, 其中海风出货 4-5GW, 有望增强盈利韧性!** 2023 年风机出货 9.7GW 左右, 同比+33%, 其中海风 3GW, 同比+35%, Q4 风机销售 2.8GW, 其中海风 1GW, 环降 30%, 海风出货略不及预期, 主要系出货延后所致。2023 年风机及配件毛利率 6.4%, 同降 11.4pct。24Q1 预计出货 1.4-1.5GW, 同增 50%+。十四五末期, 2024 年预计为海风招标大年, 叠加 Q2 进入旺季, 公司风机交货有望逐季提升, 预计全年出货约 15GW (其中海风 4-5GW, 占约 30%), 海风占比提升有望增强盈利韧性!
- **23Q4 部分电站转让延期、预计 24 年转让 3GW+**。23 年我们预计公司电站转让约 0.5-0.6GW, 同比基本持平, 转让不及预期, 主要系部分电站由于交易标的客观原因致交易延期。我们预计 24Q1 公司转让电站 200MW 左右, Q2 预计继续交割 23 年剩余延期项目。截至 2023 年底公司在建容量达 3.3GW (22 年为 2.15GW), 在运容量 2.56GW (22 年为 1.5GW), 我们预计公司 24 年电站转让 3GW+, 充足的在建容量有助于持续实现转让收益。
- **23 年减值 6.9 亿元、经营性现金流承压。** 2023 年期间费用率 10.9%, 同增 1.8pct, 其中 Q4 费用率 11.3%, 同环增 5.0/2.3pct。24Q1 期间费用率 16.1%, 同环比-7.5/+4.8pct, 环增主要系研发费用率环比回升 5.8pct。23 年信用/资产减值 5.1/1.8 亿元, 主要为应收账款及存货计提。23Q4/24Q1 经营性现金流-2.7/-16.7 亿元, 持续承压。
- **盈利预测与投资评级:** 基于海风开工不及预期、风机行业竞争加剧, 我们下调公司 2024-2025 年盈利预测, 我们预计 2024-2026 年归母净利润 24.4/30.3/33.3 亿元 (24/25 年前值为 50.8/60.6 亿元), 同比+556%/+24%/+10%, 对应 PE 9x/7x/7x, 考虑公司风机龙头地位、海风出货修复优化盈利, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业需求和公司出货不及预期、竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.81
一年最低/最高价	7.85/19.28
市净率(倍)	0.82
流通 A 股市值(百万元)	22,210.80
总市值(百万元)	22,285.96

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.94
资产负债率(% LF)	66.44
总股本(百万股)	2,271.76
流通 A 股(百万股)	2,264.10

相关研究

- 《明阳智能(601615): 动态点评: Q2 风机毛利率修复明显, 风光储氢一体化布局持续推进》
2023-09-13
- 《明阳智能(601615): 海风明日之子, 半直驱技术领先》
2022-11-27

明阳智能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	43,363	59,578	68,579	63,488	营业总收入	27,859	51,111	57,601	54,436
货币资金及交易性金融资产	12,961	14,169	15,477	15,170	营业成本(含金融类)	24,739	41,174	46,426	43,607
经营性应收款项	15,483	24,239	28,723	25,535	税金及附加	126	204	230	218
存货	9,669	14,657	17,169	15,648	销售费用	1,407	2,500	2,477	2,123
合同资产	809	1,285	1,560	1,421	管理费用	961	2,105	1,843	1,633
其他流动资产	4,441	5,229	5,651	5,713	研发费用	585	1,835	2,304	2,123
非流动资产	40,499	45,877	51,646	57,164	财务费用	93	377	438	489
长期股权投资	539	527	547	551	加:其他收益	338	297	326	359
固定资产及使用权资产	13,800	16,786	20,013	22,439	投资净收益	839	800	700	610
在建工程	8,777	10,923	12,896	15,409	公允价值变动	(60)	(60)	(70)	(45)
无形资产	2,046	2,622	3,141	3,688	减值损失	(693)	(703)	(810)	(733)
商誉	69	63	60	56	资产处置收益	4	0	0	0
长期待摊费用	116	136	166	196	营业利润	376	3,250	4,029	4,434
其他非流动资产	15,151	14,819	14,822	14,825	营业外净收支	(21)	6	13	0
资产总计	83,861	105,454	120,224	120,652	利润总额	355	3,257	4,042	4,434
流动负债	37,553	55,574	66,081	61,296	减:所得税	(25)	814	1,010	1,108
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,453	3,998	4,492	4,930	净利润	380	2,443	3,031	3,325
经营性应付款项	22,492	33,134	39,784	36,230	减:少数股东损益	8	(1)	(3)	(3)
合同负债	7,620	13,278	15,360	14,329	归属母公司净利润	372	2,444	3,034	3,328
其他流动负债	3,987	5,164	6,445	5,807	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.16	1.08	1.34	1.47
非流动负债	17,854	18,319	19,039	20,039	EBIT	(274)	3,633	4,480	4,923
长期借款	11,480	11,980	12,680	13,680	EBITDA	852	4,757	5,789	6,414
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	11.20	19.44	19.40	19.89
租赁负债	281	271	291	291	归母净利率(%)	1.34	4.78	5.27	6.11
其他非流动负债	6,093	6,068	6,068	6,068	收入增长率(%)	(9.39)	83.46	12.70	(5.50)
负债合计	55,406	73,893	85,120	81,335	归母净利润增长率(%)	(89.19)	556.14	24.17	9.69
归属母公司股东权益	27,423	30,531	34,077	38,293					
少数股东权益	1,032	1,031	1,028	1,025					
所有者权益合计	28,455	31,561	35,105	39,318					
负债和股东权益	83,861	105,454	120,224	120,652					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(2,592)	5,772	6,627	4,435	每股净资产(元)	12.07	13.44	15.00	16.86
投资活动现金流	(6,132)	(5,620)	(6,404)	(6,396)	最新发行在外股份(百万股)	2,272	2,272	2,272	2,272
筹资活动现金流	10,127	356	643	812	ROIC(%)	(0.74)	5.96	6.69	6.67
现金净增加额	1,481	509	866	(1,149)	ROE-摊薄(%)	1.36	8.00	8.90	8.69
折旧和摊销	1,126	1,123	1,310	1,491	资产负债率(%)	66.07	70.07	70.80	67.41
资本开支	(7,610)	(6,978)	(7,051)	(6,969)	P/E (现价&最新股本摊薄)	59.84	9.12	7.34	6.70
营运资本变动	(4,067)	1,733	1,548	(1,174)	P/B (现价)	0.81	0.73	0.65	0.58

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>